



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in
ECONOMIA E COMMERCIO

“LA BANCA CENTRALE EUROPEA: RUOLO, FUNZIONI E
STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA”

“THE EUROPEAN CENTRAL BANK: ROLE, FUNCTIONS AND MONETARY
POLICY INSTRUMENTS”

Relatore:
Prof. Giulia Bettin

Rapporto Finale di:
Maria Chiara Muzi

Anno Accademico 2018/2019

INDICE

Introduzione.....	1
Capitolo 1: la BCE e l'area dell'euro.....	2
1.1 La creazione dell'Unione economica e monetaria.....	2
1.2 La sede principale.....	4
1.3 Descrizione, organi e membri.....	5
1.4 La nascita della BCE.....	6
1.4.1 Criteri di convergenza.....	6
1.5 La base giuridica.....	7
Capitolo 2: Funzioni fondamentali della BCE.....	9
2.1 I principali compiti assolti dalla BCE.....	9
2.2 L'importanza della stabilità dei prezzi.....	12
2.3 La BCE e il diritto di emettere banconote.....	13
2.4 Creazione, assorbimento della base monetaria e bilancio della BCE.....	14
2.5 Liquidità primaria e liquidità secondaria.....	16
Capitolo 3: Strumenti di politica monetaria.....	18
3.1 Strumenti convenzionali.....	18
3.2 Le operazioni di mercato aperto.....	18
3.3 Le operazioni su iniziativa delle controparti.....	21
3.4 Il regime di riserva obbligatoria delle banche.....	22
3.5 Le controparti ammesse.....	25
3.6 Le procedure d'asta.....	25
3.7 Calendario delle operazioni d'asta.....	27

3.7.1 Modalità di svolgimento delle procedure d'asta.....	28
3.8 Operazioni bilaterali.....	29
3.9 Strumenti non convenzionali di politica monetaria.....	29
3.10 Forward guidance.....	31
Conclusioni.....	33
Bibliografia e sitografia.....	34

INTRODUZIONE

La Banca centrale europea (BCE) è l'istituzione posta al di sopra dei 19 Stati membri dell'Unione europea che hanno adottato l'euro, il suo obiettivo è quello di garantire il perseguimento di una politica monetaria unica all'interno dell'area dell'euro, con il fine di preservare il potere d'acquisto della moneta unica e quindi mantenere la stabilità dei prezzi. In particolare nel primo capitolo si accennerà alle fasi nelle quali è avvenuta la realizzazione dell'unione economica e monetaria e che hanno portato all'adozione della moneta unica, poi verranno descritti gli organi principali della BCE, la base giuridica che regola il funzionamento della politica monetaria unica e i criteri necessari per poter aderire all'area dell'euro. Nel secondo capitolo ci si soffermerà invece sulle funzioni fondamentali che vengono assolve dalla BCE. Nel terzo capitolo, infine, verranno descritti gli strumenti di politica monetaria attraverso i quali la BCE agisce, al fine di raggiungere i propri obiettivi.

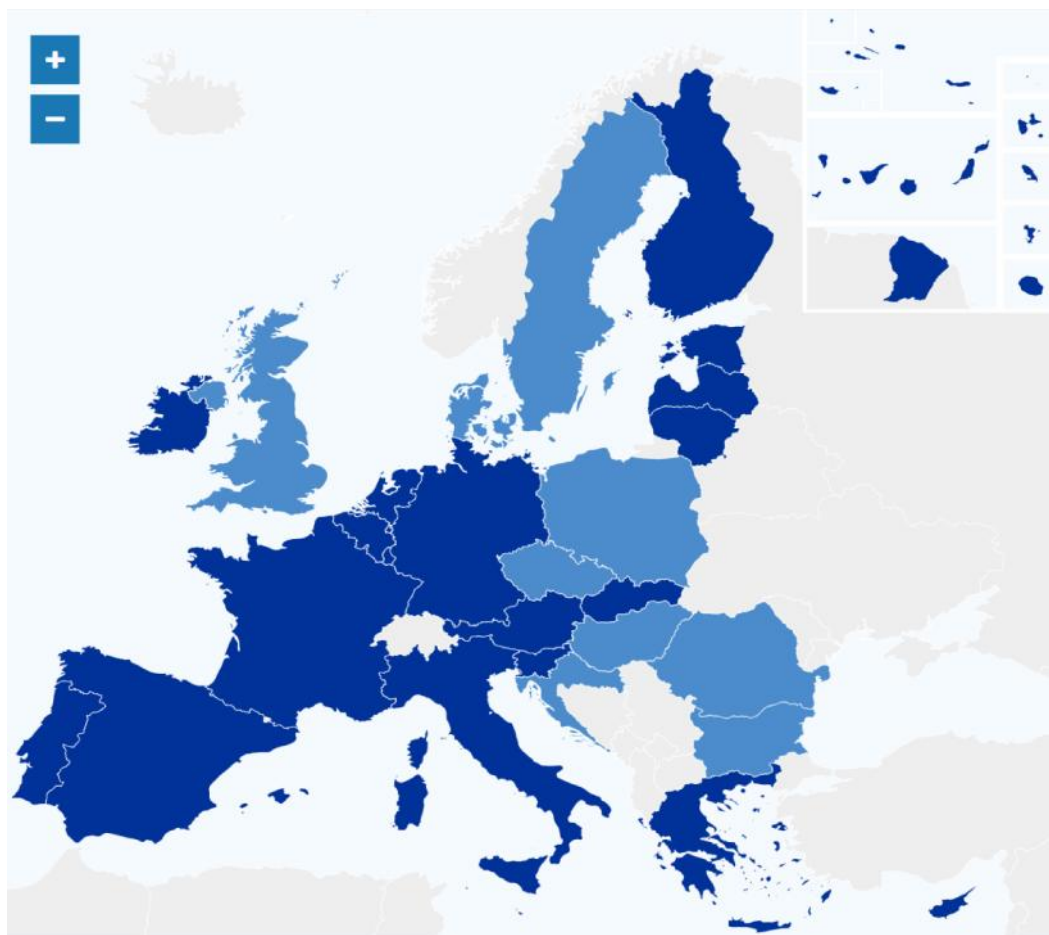
1. LA BCE E L'AREA DELL'EURO

1.1 LA CREAZIONE DELL'UNIONE ECONOMICA E MONETARIA

La decisione di realizzare l'unione economica e monetaria si ebbe nel 1988, quando il Consiglio europeo assegnò ad un comitato, guidato dall'allora presidente della Commissione europea, il compito di elaborare un programma con il fine di raggiungere tale obiettivo inoltresi puntava alla libera circolazione di capitali all'interno dell'area, ad avere un'istituzione comune ai vari paesi appartenenti e una politica monetaria unica. Il programma prevedeva tre fasi. La prima avviata il 1° luglio del 1990 prevedeva innanzitutto l'eliminazione dei limiti alla circolazione dei capitali tra i vari Stati membri. Al Comitato dei governatori delle banche centrali degli Stati membri della Comunità economica europea vennero assegnate nuove responsabilità che prevedevano il fatto di dover svolgere delle consultazioni sulle politiche monetarie al fine di promuovere un coordinamento tra gli Stati membri e di conseguire la stabilità dei prezzi. Si raggiunse poi il libero utilizzo dell'Unità di conto europea, che venne poi sostituita dall'euro. La seconda fase inizia con lo scioglimento del Comitato dei governatori e vede la creazione dell'Istituto monetario europeo (IME), il 1° gennaio 1994. Il suo obiettivo era quello di creare una maggiore cooperazione tra banche centrali, al fine di raggiungere una politica monetaria comune e svolgere le attività necessarie per la nascita del SEBC. Nel 1995 si decise che la moneta europea si sarebbe chiamata "euro" e che si sarebbe adottata con la Terza fase. Nel 1996 vennero poi presentati dall'IME i disegni ideati per la serie di banconote che dovevano essere immesse in circolazione dal 1° gennaio 2002. Nel giugno del 1997 il Consiglio europeo adottò il Patto di stabilità e crescita, il cui obiettivo era quello di uniformare la disciplina di bilancio nell'ambito dell'Unione economica e monetaria (UEM). Successivamente i membri del Consiglio dell'Unione europea, il 2 maggio 1998, decisero che 11 Stati erano in possesso delle caratteristiche necessarie per la partecipazione alla Terza fase e questi erano: Belgio, Germania, Spagna, Francia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi,

Austria, Portogallo e Finlandia. Inoltre, il Consiglio individuò in tale occasione anche i vari membri che dovevano costituire il Comitato esecutivo della BCE. I governi dei vari Stati membri nel maggio 1998 procedettero alla nomina del Presidente, del Vicepresidente e degli altri 4 membri del comitato esecutivo della BCE, la quale venne istituita ufficialmente il 1° giugno 1998, data di conclusione del mandato dell'IME. La BCE e le altre banche centrali nazionali che costituiscono l'Eurosistema, insieme iniziarono a definire la politica monetaria, ormai unica nella Terza fase. Ulteriori dieci paesi entrarono a far parte dell'UE nel maggio 2004, ovvero: Repubblica Ceca, Estonia, Cipro, Lettonia, Lituania, Ungheria, Malta, Polonia, Slovenia e Slovacchia; ai quali si aggiunsero nel 2007 la Bulgaria e la Romania e nel 2013 la Croazia. Tuttavia, soltanto alcuni di essi hanno adottato la moneta unica e pertanto sono entrati a far parte dell'area dell'euro, questi sono: Cipro, Lettonia, Lituania, Malta, Slovenia e Slovacchia. La BCE effettua l'esame dei requisiti necessari dei vari paesi che vogliono essere ammessi all'area dell'euro per l'adozione della moneta unica e realizza dei rapporti sulla convergenza degli stessi. Inoltre possono diventare membri del Consiglio direttivo della BCE, il quale costituisce il massimo organo decisionale, i governatori delle banche centrali degli Stati membri dell'UE appartenenti all'area dell'euro, cioè i cui paesi hanno adottato l'euro; altrimenti possono sedere nel Consiglio generale della BCE. Dalla figura 1 è possibile visualizzare gli Stati membri la cui moneta è l'euro (blu scuro), gli Stati membri la cui moneta non è l'euro (blu chiaro) e i restanti paesi non appartenenti all'UE (grigio).

Figura 1: Cartina degli Stati membri aderenti e non all'area dell'euro.



Fonte: BCE (2019).

1.2 LA SEDE PRINCIPALE

“La nuova sede della BCE è un edificio moderno per una banca centrale moderna.” (Mario Draghi, Presidente della BCE).

La realizzazione della nuova sede della BCE è avvenuta presso i vecchi mercati generali di Francoforte, precisamente nel sito della Grossmarkthalle. I lavori per la realizzazione che si sono conclusi nel novembre 2014 hanno dato vita ad un complesso moderno e sostenibile. È il Trattato di Maastricht a stabilire che la BCE avrebbe avuto sede a Francoforte sul Meno, infatti le prime attività della BCE vennero svolte presso uffici affittati nella Eurotower, ma la stessa tenendo conto della raccomandazione formulata dalla Corte dei conti europea per tutte le

istituzioni europee, che stabilisce che queste ultime svolgano le loro attività a lungo termine presso immobili di proprietà, spostò la sua sede nel sito della Grossmarkthalle, dato che la zona appariva la più valida sotto il profilo economico e delle infrastrutture di collegamento.

1.3 DESCRIZIONE, ORGANI E MEMBRI

La BCE è un'istituzione ufficiale dell'UE che si colloca al centro dell'Eurosistema e del Meccanismo di vigilanza unico. L'attuale presidente della BCE è Christine Lagarde, succeduta dal primo novembre 2019 a Mario Draghi. Il principale organo decisionale è il Consiglio direttivo costituito dai sei membri del Comitato esecutivo e dai 19 governatori delle banche centrali dei paesi dell'area dell'euro. Il Consiglio direttivo è l'organo che si occupa della elaborazione della politica monetaria e pertanto definisce gli obiettivi monetari, i tassi di interesse di riferimento e la quantità di riserve nell'Eurosistema. Le riunioni del Consiglio direttivo si svolgono di solito due volte al mese nella sede della BCE, tuttavia le decisioni relative alla politica monetaria vengono prese ogni sei settimane a seguito dello svolgimento di analisi degli andamenti economici e monetari. Nel 2015 con l'entrata della Lituania, i governatori dei vari paesi dell'area dell'euro sono diventati 18, situazione che ha determinato un cambiamento nel sistema dei diritti di voto, proprio in virtù di quanto previsto dai Trattati dell'UE che prevedevano l'applicazione della rotazione dei diritti di voto non appena il numero dei governatori avesse raggiunto quota 18. Inoltre, i governatori delle BC sono suddivisi in gruppi e i paesi sono ordinati in base alle dimensioni delle loro economie. Dalla prima alla quinta posizione in ordine, attualmente, ci sono: Germania, Francia, Italia, Spagna e Paesi Bassi, i quali hanno insieme 4 voti; mentre gli altri 14 hanno 11 voti. I governatori esercitano a turno i diritti di voto con una rotazione mensile. I membri del Comitato esecutivo della BCE hanno invece un voto permanente. Tuttavia, tutti i membri possono assistere alle riunioni ed esprimersi nei dibattiti. Il Comitato esecutivo invece è costituito dal Presidente della BCE, dal suo Vicepresidente e ulteriori quattro membri, i quali sono nominati dal Consiglio europeo a maggioranza qualificata; l'incarico ha la

durata di otto anni e non può essere rinnovato. Le sue competenze comprendono la preparazione dei contenuti delle riunioni del Consiglio direttivo, l'attuazione della politica monetaria sulla base delle decisioni del Consiglio direttivo, l'indicazione delle istruzioni da seguire alle BCN dei vari paesi, l'esercizio di alcuni poteri di natura normativa determinati su delega del Consiglio direttivo. Il Consiglio generale oltre a comprendere Presidente e Vicepresidente della BCE comprende anche i governatori delle BCN dei 28 Stati membri dell'UE (19 dei quali appartenenti all'area dell'euro e 9 non appartenenti). Il Consiglio generale dell'UE è un organo di transizione in quanto è destinato a sciogliersi nel momento in cui tutti gli Stati membri avranno adottato l'euro. Tra le sue funzioni vi sono la raccolta dei dati statistici, la partecipazione alla redazione del Rapporto annuale della BCE, l'uniformazione delle procedure contabili espletate dalle BCN. Infine, ultimo organo della BCE è il Consiglio di vigilanza, il quale propone progetti al Consiglio direttivo. È composto da un suo Presidente, il quale viene incaricato mediante un mandato della durata di cinque anni non rinnovabile; un Vicepresidente, scelto fra i membri del Comitato esecutivo della BCE; quattro membri della BCE e dei rappresentanti delle autorità di vigilanza nazionali.

1.4 NASCITA DELLA BCE

L'area dell'euro è nata nel momento in cui le BCN di 11 Stati membri hanno trasferito le proprie competenze in materia di politica monetaria alla BCE, in particolare nel gennaio 1999. Tali paesi per aderire hanno dovuto soddisfare dei criteri di convergenza, i quali delineano le caratteristiche economiche e giuridiche che devono essere soddisfatte per partecipare all'UEM.

1.4.1 CRITERI DI CONVERGENZA

Tra i criteri di convergenza l'articolo 140 del Trattato sul funzionamento dell'UE prevede che i paesi che entrano a far parte dell'UE devono avere un andamento dei prezzi sostenibile e un tasso medio di inflazione, dove per tasso medio di inflazione si intende la variazione della media degli ultimi dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo rispetto alla media dei dodici mesi precedenti, che non deve essere maggiore di oltre 1,5 punti percentuali quello dei tre

Stati membri che hanno raggiunto i risultati più positivi in termini di stabilità dei prezzi, cioè si tratta di effettuare la media aritmetica semplice dei tassi di inflazione dei tre paesi che hanno i tassi più bassi, con l'esclusione però di quei valori considerati anomali. L'articolo 140 prevede poi "la sostenibilità della situazione della finanza pubblica, questa risulterà dal conseguimento di una situazione di bilancio pubblico non caratterizzata da un disavanzo eccessivo", a tal fine la BCE deve effettuare un'analisi sull'andamento della finanza pubblica e per quanto concerne la sostenibilità, deve esaminare i principali indicatori relativi agli andamenti dei conti pubblici nel periodo di riferimento. Ulteriore criterio previsto dall'articolo stabilisce che "il tasso di interesse nominale a lungo termine di uno Stato membro osservato in media nell'arco di un anno prima dell'esame non ha ecceduto di oltre 2 punti percentuali quello dei tre Stati membri, al massimo, che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi. I tassi di interesse si misurano mediante la presa visione delle obbligazioni a lungo termine emesse dallo Stato o sulla base di titoli analoghi". Per il calcolo del valore dei tre Stati membri che hanno conseguito i migliori risultati si effettua la media aritmetica semplice dei tassi a lungo termine degli stessi tre Stati. Tali condizioni verranno applicate anche agli Stati che in futuro aderiranno all'euro.

1.5 LA BASE GIURIDICA

La base giuridica della politica monetaria unica è costituita dal Trattato sul funzionamento dell'Unione europea e dallo Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea. Relativamente allo Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea, esso definisce l'obiettivo principale del SEBC, ovvero il mantenimento della stabilità dei prezzi, inoltre il SEBC fa in modo di garantire un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza, favorendo una buona allocazione delle risorse. L'articolo 3 definisce i compiti fondamentali assolti dal SEBC, essi sono: la definizione e attuazione della politica monetaria dell'Unione, lo svolgimento delle operazioni sui cambi, la gestione delle riserve ufficiali in valuta estera degli Stati membri, la regolare gestione dei sistemi di pagamento. L'articolo 4 individua quelle che sono le

funzioni consultive della BCE, la quale viene consultata in merito a qualsiasi proposta di atto dell'Unione che rientra nelle sue competenze e anche dalle autorità nazionali in merito a progetti legislativi che rientrano sempre nelle sue competenze. In virtù dell'articolo 5 dello Statuto la BCE raccoglie le informazioni statistiche dalle autorità nazionali competenti in materia, al fine di adempiere ai compiti del SEBC. L'articolo 7 dello Statuto sancisce il principio di indipendenza della BCE e di qualsiasi altra BCN, le quali non possono accettare istruzioni dagli organi o organismi dell'Unione, dai governi degli Stati membri, né da qualsiasi altro organismo. Gli articoli successivi proseguono con il descrivere le caratteristiche dei vari organi decisionali della BCE, le funzioni monetarie e le operazioni del SEBC e ulteriori disposizioni concernenti la vigilanza prudenziale, disposizioni finanziarie del SEBC e una parte dedicata alle disposizioni generali.

2. FUNZIONI FONDAMENTALI DELLA BCE

2.1 I PRINCIPALI COMPITI ASSOLTI DALLA BCE

In base al Trattato sul funzionamento dell'UE, i compiti fondamentali che l'Eurosistema deve assolvere sono: la definizione e l'attuazione della politica monetaria per l'area dell'euro, con l'obiettivo principale di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2% nel medio periodo; lo svolgimento delle operazioni sui cambi e le operazioni commerciali. L'Eurosistema può decidere di operare sul mercato dei cambi, gli interventi possono essere eseguiti direttamente dalla BCE o dalle BCN per conto della BCE in stretta collaborazione con la BCN del paese interessato non appartenente all'area dell'euro. Questi interventi che coinvolgono un'altra valuta dell'UE vengono effettuati senza pregiudicare l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi. Infine, gli interventi sul mercato dei cambi possono essere effettuati anche nell'ambito dei rapporti di cambio fra l'euro e le valute di paesi non appartenenti all'UE, come il dollaro statunitense e lo yen giapponese. La facoltà della BCE di svolgere interventi sul mercato dei cambi non è limitata alle proprie riserve valutarie, ma include anche altre forme di finanziamento, esempio le operazioni di swap in valuta. La BCE inoltre detiene e gestisce le riserve ufficiali dei paesi dell'area dell'euro, al fine di garantirsi liquidità, sicurezza e rendimento. Il portafoglio delle RU è costituito da dollari statunitensi, yen giapponesi, renminbi cinesi, oro e diritti speciali di prelievo. Le riserve variano nel corso del tempo in relazione alle variazioni del valore di mercato delle attività investite. Tali riserve vengono gestite o dalla BCE o dalle BCN, le quali insieme ad altre BCN possono anche aggregare le proprie attività operative per la gestione delle RU della BCE, gestendo un portafoglio che di solito comprende dollari o yen. L'Eurosistema poi deve garantire il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento e regolamento delle operazioni in titoli. Lo fa attraverso la gestione di un sistema di pagamento in euro chiamato Target2, inoltre gestisce un meccanismo per l'uso transfrontaliero delle garanzie, il cui scopo principale è garantire che tutte le attività negoziabili e non negoziabili idonee all'uso in operazioni di politica monetaria o al fine di ottenere credito

infragiornaliero sui saldi Target2 siano rese disponibili a tutte le controparti dell'Eurosistema, indipendentemente dal luogo in cui si trovano le attività o la controparte. L'Eurosistema sta poi realizzando un servizio (T2S) con il fine di far sì che tutti i sistemi di deposito accentrato dei vari Stati membri possano effettuare il regolamento delle operazioni in titoli con moneta di banca centrale. Sempre in relazione ai sistemi di pagamento e regolamento definisce quelle che sono le politiche di sorveglianza, e ove lo ritenga necessario effettua cambiamenti. Ulteriori funzioni sono rappresentate dal diritto esclusivo di autorizzare l'emissione di banconote, materialmente poi sono le BCN che provvedono all'immissione e al ritiro delle banconote in euro. La BCE e le altre BCN acquisiscono poi le informazioni statistiche dalle autorità nazionali o dagli operatori economici per l'adempimento delle funzioni del SEBC, inoltre l'Eurosistema insieme alle autorità competenti in materia di vigilanza prudenziale partecipa allo svolgimento delle loro politiche sugli enti creditizi e di stabilità del sistema finanziario. La BCE intrattiene poi, a livello di cooperazione internazionale ed europea, relazioni con istituzioni, organi e partecipa ad assemblee negli ambiti di competenza dell'Eurosistema. Circa la vigilanza prudenziale la BCE assolve compiti specifici sugli enti creditizi situati negli Stati membri, in conformità al Meccanismo di vigilanza unico composto dalla stessa BCE e dalle autorità nazionali competenti. È necessaria una vigilanza bancaria perché la rapidità con cui possono propagarsi problemi nel settore finanziario come ha mostrato la recente crisi finanziaria è molto elevata, soprattutto all'interno di un'unione monetaria. L'obiettivo della vigilanza bancaria europea è quello di garantire e mantenere la fiducia nel settore bancario e rafforzare la capacità di tenuta delle banche. La BCE proprio al fine di individuare qualsiasi elemento di criticità nei settori bancari dell'area dell'euro, dell'insieme dell'UE e in altri settori finanziari li tiene costantemente sotto controllo al fine di verificare la solidità e tenuta del sistema. La BCE nel fare questo si avvale dell'aiuto delle altre banche centrali nazionali appartenenti all'UE, quando emergono potenziali rischi sistemici intervengono mediante delle politiche macroprudenziali che hanno come principale obiettivo quello di salvaguardare la stabilità finanziaria inoltre

limitano gli effetti contagio. Per determinare il potenziale impatto di rischi sistemici sulla stabilità e tenuta del sistema finanziario, la BCE ricorre a strumenti quantitativi come il quadro di riferimento della BCE per le prove di stress macroprudenziali, analisi di rete e altre tecniche connesse. Le prove di stress vengono effettuate con il fine di valutare in relazione al futuro la capacità di tenuta del settore bancario di fronte ad andamenti economici e finanziari avversi. La BCE può applicare misure più stringenti ad esempio attraverso l'imposizione alle banche di obblighi aggiuntivi che possono riguardare: le riserve di capitale, le riserve di capitale a fronte del rischio sistemico, i requisiti patrimoniali applicabili agli enti a rilevanza sistemica, le ponderazioni per il rischio nel settore immobiliare e all'interno del settore finanziario. Inoltre la BCE effettua l'esame delle iniziative delle autorità di regolamentazione e vigilanza a livello europeo e mondiale per quanto concerne la regolamentazione, la vigilanza, le disposizioni a tutela della stabilità, ad esempio quelle relative alla gestione delle crisi finanziarie. Oltre ad esaminarle può anche contribuire alle proposte di disposizioni legislative in materia di regolamentazione e vigilanza formulate a livello nazionale e internazionale e dell'UE. L'articolo 5 del regolamento sull'MVU attribuisce poteri di natura macroprudenziale sia alle autorità nazionali sia alla BCE e gli strumenti principali si sostanziano in tre tipologie, ovvero: misure che riguardano il capitale, misure riguardanti i prenditori di fondi, misure riguardanti la liquidità. Le quali si sostanziano nell'aumento delle riserve di capitale e di liquidità, al fine di aumentare e migliorare la capacità di tenuta del sistema finanziario. Inoltre le autorità competenti possono anche introdurre misure che limitano la concessione di prestiti, ovvero di mutui ipotecari, a livello di singolo debitore. Vi sono inoltre interazioni tra le misure macroprudenziali, le misure microprudenziali e di politica monetaria. La politica macroprudenziale e la politica monetaria interagiscono dal momento che hanno un canale di trasmissione comune, ovvero il sistema finanziario e il sistema bancario in particolare. La vigilanza microprudenziale e la politica macroprudenziale si completano a vicenda tramite le loro diverse prospettive, la prima ha il fine di migliorare la capacità di tenuta delle singole istituzioni finanziarie mentre la politica macroprudenziale rafforza la tenuta ai

rischi derivanti dal sistema finanziario. Il Consiglio direttivo della BCE e il Consiglio di vigilanza si riuniscono regolarmente per mantenere una visione comune sulla situazione del settore finanziario, e costituiscono insieme il Consesso macroprudenziale. Inoltre questi vengono assistiti dal Comitato per la stabilità finanziaria, che comprende rappresentanti della BCE, delle banche centrali nazionali e delle autorità di vigilanza. All'interno del Comitato si conducono valutazioni del rischio congiunte. La BCE collabora poi con altre istituzioni come le autorità europee di vigilanza, fra le quali l'Autorità bancaria europea (ABE) e il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), inoltre partecipa ad assemblee in ambito internazionale, ad esempio al Financial Stability Board o al Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, sia a livello europeo con la Commissione europea.

2.2 L'IMPORTANZA DELLA STABILITÀ DEI PREZZI

L'aumento generalizzato dei prezzi di beni e servizi determina una perdita del potere d'acquisto, inoltre tale fenomeno può innescare una spirale ascendente dei prezzi. Al contrario, una diminuzione generalizzata dei prezzi di beni e di servizi, non dovuta a miglioramenti della produzione e quindi alla riduzione dei costi legati alla stessa, può innescare una spirale discendente dei prezzi con effetti devastanti sulla domanda di beni e servizi e sull'occupazione. Inoltre a seguito della riduzione dei redditi e della spesa anche il gettito fiscale si contrae, nonostante il debito pubblico vada comunque rimborsato. Pertanto in queste situazioni lo Stato si vede costretto a ridurre la spesa pubblica per infrastrutture e sanità. Proprio per questo le banche centrali hanno come obiettivo quella della stabilità dei prezzi, dal momento che costituisce il modo migliore per accrescere il benessere individuale dei cittadini. L'obiettivo è pertanto quello di mantenere l'inflazione, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo, su livelli "inferiori ma prossimi al 2% nel medio periodo". Tale obiettivo viene raggiunto nell'ambito dei vari paesi dell'area dell'euro con una logica di medio periodo, in quanto nel breve periodo le variazioni in aumento o in diminuzione tendono a compensarsi e non possono essere controllate dalla politica monetaria. Inoltre

deve essere “inferiore ma prossimo al 2%” perché, innanzitutto, la BCE tiene in considerazione la possibilità che i dati relativi all’inflazione possano essere sovrastimati, ciò accade ad esempio quando il prezzo di un prodotto aumenta perché viene realizzato con una tecnologia più avanzata, pertanto se nel calcolo dell’inflazione non si tiene conto di questa situazione, si potrebbe avere un aumento della stessa più elevato rispetto a quello reale. Poi costituisce un margine di sicurezza rispetto a potenziali rischi di deflazione. Infine attraverso la definizione di tale obiettivo si evitano differenze di tasso tra i vari paesi e in particolar modo quelle situazioni nelle quali alcuni paesi sono costretti ad avere tassi di inflazione particolarmente bassi o negativi per controbilanciare paesi con tassi più elevati.

2.3 LABCE E IL DIRITTO ESCLUSIVO DI EMETTERE BANCONOTE

I volumi di produzione annuale delle banconote sono calcolati sulla base di previsioni effettuate congiuntamente dalla BCE e dalle BCN dei vari Stati membri. Tuttavia, di fatto sono le BCN dei vari paesi ad essere responsabili della produzione e messa in circolazione delle banconote. L’emissione viene affidata al SEBC con l’obiettivo di evitare l’instaurarsi della cosiddetta legge di Gresham, secondo la quale in assenza di un’istituzione responsabile dell’emissione delle banconote si verrebbe a creare una sorta di gerarchia tra contante, in quanto i soggetti sarebbero portati a tesaurizzare la moneta considerata “buona”, mentre la moneta considerata “cattiva” sarebbe la sola a rimanere in circolazione, la quale sarebbe poi soggetta ad effetti inflazionistici che la renderebbero ancora più “cattiva”. Proprio per questo l’emissione delle banconote è monopolio della BCE, la quale tutela il loro valore pubblico e legale, inoltre ne tutela il potere d’acquisto, contenendo le spinte inflazionistiche, ma anche deflazionistiche, difendendo quindi la stabilità dei prezzi. La fonte di guadagno per le BC derivante dall’emissione delle banconote viene definita reddito monetario, ed è il flusso di interessi generato dalle attività detenute in contropartita rispetto alle banconote messe in circolazione, o più generalmente della base monetaria. I due meccanismi principali attraverso i quali la base monetaria viene messa in circolazione dalle

BC sono quando le banche commerciali chiedono prestiti alle BC e queste ultime richiedono un tasso di interesse in corresponsione di questi prestiti di liquidità, oppure quando le BC acquistano titoli dalle banche commerciali e dall'acquisto di questi titoli emerge un flusso di interessi. Secondo l'articolo 32 dello Statuto del SEBC e della BCE il reddito monetario è "il reddito ottenuto dalle banche centrali nazionali nell'esercizio delle funzioni di politica monetaria del SEBC". Tale reddito viene poi trasferito alla BCE, la quale provvede a redistribuirlo alle BCN sulla base della loro partecipazione al capitale della BCE.

2.4 CREAZIONE, ASSORBIMENTO DELLA BASE MONETARIA E BILANCIO DELLA BCE

La base monetaria (BM) viene domandata dall'economia e dalle banche e viene offerta dalle BC, è composta dal circolante e dalla liquidità che le banche detengono nei conti di gestione presso la BC, inoltre si trova al passivo del bilancio della BCN. È possibile distinguere tra canali interni e canali esterni che vanno a determinare la quantità di base monetaria offerta in un paese membro. La BCN immette o ritira base monetaria in seguito ad operazioni che avvengono con le sue controparti nazionali, tali operazioni sono: acquisizioni temporanee o definitive di titoli monetari e titoli a reddito garantito, operazioni di rifinanziamento principale e a lungo termine, finanziamenti marginali e overnight, movimentazioni del conto tesoreria della Pubblica amministrazione, depositi a tempo determinato delle banche. I canali esterni sono rappresentati invece dalle operazioni che coinvolgono le riserve ufficiali e quindi gli scambi con i paesi che hanno valute diverse rispetto all'euro e i saldi Target2 che riguardano i rapporti tra i paesi dell'area dell'euro. Considerando il bilancio dell'Eurosistema attraverso una riclassificazione funzionale, dal lato dell'attivo ci sono le operazioni che la banca centrale fa per immettere o drenare liquidità dal sistema bancario, ovvero i fattori di politica monetaria, costituiti dalle operazioni di mercato aperto che danno luogo a movimentazioni di titoli negoziabili, alle quali si aggiunge il valore netto delle standing facilities, ottenuto dal saldo tra i finanziamenti marginali e i depositi overnight, ricomprese anche queste tra i fattori di politica monetaria

perché influenzati dai relativi tassi decisi dalla BCE. Nel passivo del bilancio vengono registrate le modalità di impiego della liquidità creata dalla BCE, in primis la liquidità bancaria che comprende le riserve obbligatorie e le riserve libere depositate dalle altre banche presso i conti di gestione delle BC e i fattori autonomi, variabili esogene non controllate dalla BCE, le quali però devono essere stimate in quanto contribuiscono a determinare il livello complessivo del fabbisogno di liquidità. I fattori autonomi sono costituiti dalla base monetaria dell'economia, dal contante detenuto dalle banche, dal conto di tesoreria della pubblica amministrazione presso la banca centrale, attraverso il quale passano i pagamenti in entrata e uscita della PA. La riscossione delle tasse determina un incremento del conto tesoreria e una contemporanea riduzione della liquidità bancaria. Il contrario avviene quando lo Stato fa spesa pubblica perché si ha in questo caso un trasferimento di liquidità dal conto tesoreria della PA ai conti dei clienti presso le banche commerciali. Infine le riserve (eRU) sono l'unico canale esterno di creazione/assorbimento della base monetaria. Pertanto il bilancio funzionale aggregato della BCE determina la seguente relazione contabile:

$$FP = LB + FA = ROB + RL + C \text{ banche} + BM \text{ economia} + TES \text{ PA} - eRU$$

che esprime l'equilibrio tra l'offerta di liquidità determinata dalla BCE (FP) e il fabbisogno di liquidità richiesto dalle banche, dall'economia, dalla Pubblica amministrazione e dall'estero. Tuttavia FP, costituito in primis dalle operazioni di rifinanziamento principale, non rappresenta l'offerta complessiva di liquidità in quanto occorre considerare le operazioni di fine tuning (FT), le quali sono costituite da operazioni di rifinanziamento non regolare (RFT), finalizzate alla regolazione della liquidità in euro e in valuta estera con riporto di titoli e dai depositi a tempo determinato (DTD) delle banche presso la BCE. Pertanto:

$$RP + RLT + RFT - DTD \text{ banche} + FMg - Df + TP = FP \text{ lordi}$$

$$FP \text{ lordi} - (DTD \text{ banche} + Df) = FP$$

Dove le componenti di segno positivo rappresentano la creazione lorda di liquidità, le prime quattro sono operazioni temporanee in titoli, TP invece indica

titoli nel portafoglio della BCE acquisiti con operazioni a titolo definitivo. Le due voci precedute dal segno meno invece sottraggono liquidità dal sistema, attraverso i depositi delle banche presso la BCE a tempo determinato e overnight. La liquidità bancaria registrata nei conti delle banche presso le BCN rappresenta la variabile strategica di politica monetaria. Le variabili di bilancio esprimono valori ex post a scambi avvenuti. Se infatti l'analisi viene spostata a livello ex ante in termini di offerta di LB, $FP - FA = LB$, la quale deve poi incontrare la domanda delle banche $LBd = ROB + RL$ ciò significa che la BCE deve stimare i FA e usare le variabili di politica monetaria per riportare i livelli di liquidità bancaria compatibili con le esigenze di liquidità delle banche e del sistema economico. La BCE ha infatti l'obiettivo di mantenere il mercato della LB in equilibrio compatibilmente con la stabilità del sistema monetario e finanziario. In quanto, la liquidità bancaria costituisce il primo elemento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, ed è la fonte originaria di creazione e distruzione della BM, dal momento che è l'unico canale attraverso il quale viene immessa BM nel sistema movimentando i conti correnti di gestione delle banche presso la BC, inoltre si tratta di un elemento rispetto al quale la BCE opera in regime di monopolio istituzionale, potendo stabilire le condizioni di costo e quantità, sulla base degli stimoli che vuole trasmettere.

2.5 LIQUIDITA' PRIMARIA E LIQUIDITA' SECONDARIA

La BCE ha il potere di controllare l'offerta di liquidità bancaria e di orientare la domanda e per orientare la domanda ha a disposizione tre strumenti, e questi sono i tassi ufficiali da lei decisi, ai quali avvengono le operazioni di finanziamento delle banche commerciali con le BCN, il tasso di rifinanziamento principale, il tasso applicato ai finanziamenti marginali e il tasso che remunera i depositi overnight che le banche fanno presso le BCN. Poi ulteriore strumento è rappresentato dalla gestione della liquidità bancaria da offrire al mercato e infine l'adozione del vincolo amministrativo rappresentato dalla riserva obbligatoria, che stabilizza una parte della domanda di LB. Questi strumenti riguardano il mercato primario della liquidità, tuttavia occorre tenere conto anche di un mercato

secondario della liquidità o interbancario, ovvero dove le banche scambiano tra loro la liquidità che hanno a disposizione. Il mercato secondario non viene controllato direttamente dalla BCE, in quanto il tasso interbancario si determina dall'incontro tra domanda e offerta di liquidità secondaria, tuttavia la BCE può influenzare il mercato interbancario attraverso il cosiddetto "corridoio dei tassi" costituito dal tasso di rifinanziamento marginale, tasso che la BCE chiede alle banche nel momento in cui queste vogliono ricevere un finanziamento overnight dalla banca centrale e che costituisce il tetto del corridoio e il tasso che la BCE chiede per i depositi overnight, pavimento del corridoio. La BCE attraverso la fissazione dei tassi ufficiali e della quantità di liquidità da offrire al sistema sul mercato primario cerca di influenzare il tasso che si determina sull'interbancario e si parla infatti di interazione tra mercato primario e secondario, quando: la manovra sui tassi è finalizzata a segnalare l'orientamento della politica monetaria ai mercati (signalling policy); la gestione della quantità offerta di liquidità bancaria è uno strumento della politica di bilancio (balance sheet policy).

3. STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA

Quando si parla di strumenti di politica monetaria, ovvero strumenti attraverso i quali l'Eurosistema raggiunge i propri obiettivi ed in particolare quello del mantenimento della stabilità dei prezzi, questi si possono distinguere tra strumenti convenzionali e non convenzionali.

3.1 STRUMENTI CONVENZIONALI

Tra gli strumenti convenzionali è possibile distinguere tra tre tipologie di intervento che la BCE può compiere: le operazioni di mercato aperto, le operazioni su iniziativa delle controparti e il regime di riserva obbligatoria (ROB). Le prime due comprendono operazioni tra BCN e banche commerciali, attraverso le quali si gestisce il fabbisogno di liquidità espresso dai mercati monetari, le prime avvengono su iniziativa della BC, mentre le seconde avvengono su iniziativa delle singole banche commerciali. La terza tipologia rappresenta un vincolo di natura amministrativa imposto alle banche per la stabilizzazione del fabbisogno di liquidità.

3.2 LE OPERAZIONI DI MERCATO APERTO

Le operazioni di mercato aperto vengono svolte su iniziativa della BCE e attuate tramite le BCN, hanno un ruolo molto importante poiché attraverso le stesse la BCE segnala alle banche gli orientamenti della politica monetaria che vuole perseguire, definendo e controllando i tassi di interesse e determinando le condizioni di liquidità. L'Eurosistema ha a disposizione cinque strumenti attraverso i quali condurre le OMA, questi sono: le operazioni temporanee, le operazioni definitive, l'emissione di certificati di debito della BCE, operazioni in swap in valuta e la raccolta di depositi a tempo determinato. Le operazioni temporanee, strumento più importante della politica monetaria, immettono LB nel sistema in cambio di titoli ceduti a garanzia dalle banche, queste operazioni si realizzano mediante contratti di vendita (acquisto) a pronti con patto di riacquisto (vendita) a termine, dove la proprietà dei titoli ceduti a pronti è trasferita al creditore, ma al termine le parti concordano di effettuare la transazione inversa,

ovvero viene prevista ad una data predeterminata la restituzione dell'attività oggetto dell'operazione al debitore. Il tasso di interesse dovuto alla scadenza dell'operazione sull'importo preso o dato in prestito è determinato sulla base della differenza tra il prezzo di acquisto e quello di riacquisto. Le banche che partecipano alle operazioni vengono accreditate nei loro conti correnti del valore dei titoli ceduti a pronti, il quale però viene diminuito di un tasso di aggiudicazione, dal momento che la BCE sottrae una percentuale al valore dei titoli in relazione al loro grado di rischiosità, procedura che in gergo prende il nome di "haircut". Tali operazioni si possono suddividere in quattro categorie:

1. le operazioni di rifinanziamento principali, sono le OMA più importanti poiché hanno un ruolo chiave nel controllare i tassi di interesse, definire le condizioni di liquidità e segnalare gli orientamenti della politica monetaria. Sono operazioni che avvengono settimanalmente e a livello decentrato dalle singole BCN, la scadenza dei contratti è di solito ad una settimana, inoltre avvengono mediante aste standard;
2. le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, che avvengono mensilmente con scadenza a tre mesi, sono finalizzate a fornire al sistema una fonte di approvvigionamento della liquidità a più lungo termine, di norma la BCE non utilizza queste operazioni per inviare segnali al mercato, agendo quindi in modo da non influenzare il tasso di interesse, proprio per questo vengono di solito svolte mediante aste a tasso variabile;
3. le operazioni di regolazione puntuale, le quali hanno come obiettivo quello di tenere sotto controllo la liquidità del mercato e controllare anche l'evolversi dei tassi soprattutto nel momento in cui si verificano fluttuazioni impreviste della stessa, queste operazioni infatti non hanno una cadenza prestabilita. Vengono di solito effettuate per correggere gli squilibri di liquidità che si hanno nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento delle riserve. Tali operazioni possono assumere la forma di operazioni di immissione o di assorbimento della liquidità, sono effettuate solitamente mediante aste veloci. Se si tratta di un'operazione di assorbimento della liquidità di norma viene effettuata con procedure

bilaterali. Infine sono effettuate a livello decentrato dalle BCN a meno che la BCE non decida di effettuare direttamente operazioni bilaterali temporanee di fine tuning;

4. le operazioni temporanee di mercato aperto di tipo strutturale che la BCE utilizza per regolare la sua posizione strutturale nei confronti del settore finanziario, le quali servono per immettere liquidità, la cui scadenza non per forza deve essere standardizzata e la cui frequenza può essere regolare o non regolare e inoltre si caratterizzano per essere svolte mediante aste standard e a livello decentrato dalle singole BCN.

Le operazioni definitive, ulteriore tipologia di OMA, sono operazioni che comportano il trasferimento della proprietà dell'attività oggetto della transazione, senza che sia prevista l'operazione opposta al termine. Sono operazioni finalizzate all'immissione di liquidità nel sistema a titolo definitivo (acquisto definitivo), o all'assorbimento di liquidità a titolo definitivo (nel caso di vendita definitiva). Sono effettuate normalmente dalle singole BCN, anche se in casi particolari possono essere condotte direttamente dalla BCE, non vengono svolte con una frequenza standardizzata, sono effettuate mediante procedure bilaterali e in queste operazioni vengono utilizzate soltanto attività negoziabili come attività sottostanti.

La BCE può poi emettere certificati di debito, essi sono emessi sotto la pari mediante aste standard e prevedono un rimborso alla scadenza al valore nominale e vengono emessi mediante aste standard. Le aste e il regolamento dei certificati sono effettuati a livello decentrato dalle singole BCN. L'interesse che matura sull'importo è dato dalla differenza tra il valore di emissione e il valore di rimborso al termine, al tasso di interesse convenuto, per la durata del certificato. Di fatto rappresentano un debito della BCE nei confronti del detentore del certificato, pertanto vengono utilizzati per assorbire liquidità dal sistema, essi sono emessi e detenuti presso enti di deposito accentrato nell'area dell'euro. Inoltre la BCE non ha previsto alcuna limitazione al loro trasferimento. Possono essere emessi con frequenza regolare o non regolare e hanno scadenza inferiore ai 12 mesi.

Le operazioni di swap in valuta sono operazioni nelle quali l'Eurosistema acquista (o vende) euro a pronti contro una valuta estera e successivamente li rivende (o riacquista) al termine. Tali operazioni utilizzate come strumento di politica monetaria hanno l'obiettivo di controllare i tassi di interesse e le condizioni di liquidità sul mercato e vengono usate come operazioni di fine tuning. Sono inoltre svolte normalmente a livello decentrato dalle singole BCN, anche se, come le altre possono essere compiute direttamente dalla BCE. Attraverso le stesse può essere immessa liquidità nel sistema, ma anche assorbita, non hanno frequenza regolare e nemmeno una scadenza standard, infine vengono svolte con aste veloci o procedure bilaterali.

La raccolta di depositi a tempo determinato presso le BCN dello Stato membro dove è situata la controparte interessata è prevista con lo scopo di assorbire la liquidità dal sistema. Tali depositi sono soggetti ad un tasso di interesse fisso e hanno una durata prestabilita, gli interessi che maturano vengono poi pagati alla scadenza del contratto. La raccolta dei depositi viene effettuata mediante aste veloci, anche se possono essere raccolti mediante procedure bilaterali. Vengono raccolti dalle singole BCN, tuttavia in circostanze eccezionali può essere la stessa BCE ad effettuare la raccolta.

3.3 LE OPERAZIONI SU INIZIATIVA DELLE CONTROPARTI

Le operazioni su iniziativa delle controparti vengono appunto attivate dalle controparti e hanno la finalità di immettere o assorbire liquidità overnight dal sistema, inoltre la BCE le utilizza per segnalare l'orientamento della politica monetaria e sono utili anche a limitare le fluttuazioni dei tassi di interesse del mercato interbancario. Tra queste vi sono le operazioni di rifinanziamento marginale, attraverso le quali le banche commerciali chiedono liquidità overnight alle rispettive BCN. Affinché le banche commerciali possano richiedere liquidità non sono previsti particolari requisiti, né tantomeno limiti all'ammontare del credito richiesto, ma soltanto una sufficiente quantità di attività da portare a garanzia della liquidità domandata. Le operazioni di rifinanziamento marginale possono essere effettuate solo nei giorni in cui il Target2 è operativo; nel caso in

cui i sistemi di regolamento dei titoli non siano operativi, l'operazione può essere effettuata sulla base delle attività sottostanti che sono state precedentemente depositate presso la BCN. Nel caso in cui una banca al termine di una giornata lavorativa abbia una posizione debitoria nel conto che la stessa ha presso la BCN, questa posizione viene considerata come una richiesta di rifinanziamento marginale. Il credito erogato ha poi scadenza il giorno successivo e pertanto le controparti devono rimborsarlo direttamente nel sistema Target2, nel momento in cui il sistema stesso e i sistemi di regolamento dei titoli sono operativi. Il tasso di interesse viene annunciato preventivamente dalla BCE e viene addebitato al rimborso del credito. Ulteriore tipologia di operazioni su iniziativa delle controparti sono le operazioni di deposito overnight presso le BCN, che vengono remunerate ad un tasso di interesse prestabilito dalla BCE. Le operazioni di deposito presso la BCN vengono effettuate anche in questo caso nel momento in cui il sistema Target2 è aperto. Non sono previsti limiti alle somme, inoltre i depositi hanno scadenza il giorno successivo e vengono saldati pertanto in tale giorno, purché il sistema Target2 sia operativo.

3.4 IL REGIME DI RISERVE OBBLIGATORIA DELLE BANCHE

Il regime di riserva obbligatoria viene applicato a tutte le banche dell'area dell'euro. Si tratta di una quota dei depositi che le banche raccolgono e che deve essere depositata obbligatoriamente sotto forma di riserva nei conti delle banche presso le BCN e che viene remunerata al tasso delle operazioni di rifinanziamento principale. Dalla figura è possibile vedere quali sono gli aggregati soggetti a riserva obbligatoria e le rispettive aliquote applicate.

Figura 2: Aggregati soggetti a riserva.

Aggregato soggetto a riserva e aliquote di riserva

A. Passività incluse nell'aggregato soggetto a riserva alle quali si applica un'aliquota di riserva positiva

Depositi (*)

- Depositi a vista
- Depositi con scadenza predeterminata non superiore a due anni
- Depositi rimborsabili con preavviso non superiore a due anni

Titoli di debito

- Titoli di debito con scadenza originaria non superiore a due anni

B. Passività incluse nell'aggregato soggetto a riserva alle quali si applica un'aliquota di riserva pari a zero

Depositi (*)

- Depositi con scadenza predeterminata di oltre due anni
- Depositi rimborsabili con preavviso di oltre due anni
- Pronti contro termine

Titoli di debito

- Titoli di debito con scadenza originaria di oltre due anni

C. Passività escluse dall'aggregato soggetto a riserva

- Passività nei confronti delle altre istituzioni soggette al regime di riserva obbligatoria dell'Eurosistema
- Passività nei confronti della BCE e delle BCN aderenti

Fonte: BCE (2012).

Costituisce uno strumento di controllo amministrativo dell'attività bancaria, attraverso il quale la BCN riesce a garantirsi un parziale controllo sugli aggregati monetari e rappresenta anche uno strumento a tutela dei depositanti circa la liquidità dei loro depositi. Dal punto di vista della politica monetaria attraverso la mobilitazione della riserva si contribuisce alla stabilizzazione dei tassi di interesse del mercato monetario, inoltre è utile ad incrementare il fabbisogno di liquidità degli enti creditizi. Gli enti soggetti all'obbligo di riserva obbligatoria sono tutti quelli situati nell'area dell'euro, anche quelli che non hanno all'interno della stessa la propria sede legale, invece non sono obbligati a rispettare il regime delle filiali che si trovano al di fuori dell'area dell'euro, seppure hanno all'interno della stessa la loro sede legale. Inoltre non devono rispettare l'obbligo gli enti che sono soggetti a procedure di liquidazione, la cui autorizzazione sia

stata revocata o sospesa; possono essere esentati gli enti soggetti a procedure di ristrutturazione o i cui fondi siano stati congelati, oppure sulla base di una decisione del consiglio direttivo della BCE che ne sospenda la possibilità di poter partecipare alle operazioni di mercato aperto o a quelle su iniziativa delle controparti. La BCE a tal fine redige e tiene aggiornato un elenco degli enti soggetti all'obbligo di riserva. Inoltre i dati di bilancio della fine del mese di febbraio vengono usati ai fini della determinazione dell'aggregato soggetto a riserva per il periodo di mantenimento che ha inizio due mesi dopo, cioè l'aggregato soggetto a riserva calcolato sulla base del bilancio di fine febbraio sarà usato per determinare gli obblighi di riserva che la controparte deve rispettare nel periodo di mantenimento che ha inizio in aprile. Per gli enti di minore dimensione vi è l'obbligo di segnalare un numero limitato di dati di bilancio su base trimestrale, e questi dati relativi al trimestre, vengono usati con un ritardo di due mesi, per il calcolo dell'ammontare soggetto a riserva per i tre successivi periodi di mantenimento. Ovvero, nel mese di marzo, i dati di bilancio vengono usati per il calcolo dell'aggregato soggetto a riserva per i periodi di mantenimento che hanno inizio nei mesi di giugno, luglio e agosto. Durante il periodo di mantenimento alle banche viene consentito di mobilizzare la liquidità detenuta per rispettare l'obbligo di riserva obbligatoria e se lo reputano conveniente investirla nel mercato interbancario. Il periodo di mantenimento ha la durata di 45 giorni e ha inizio il giorno di regolamento della prima operazione di rifinanziamento principale successiva alla riunione del consiglio direttivo nella quale viene effettuata la valutazione mensile relativa all'orientamento della politica monetaria. Inoltre la BCE, almeno tre mesi prima dell'inizio dell'anno, deve pubblicare il calendario dei periodi di mantenimento. Durante questo periodo il vincolo deve essere rispettato come media giornaliera del periodo di mantenimento, pertanto le banche possono investire la liquidità totalmente o parzialmente purché un eventuale deficit di liquidità nel conto della riserva obbligatoria venga compensato il giorno dopo da un surplus dello stesso ammontare, ovvero richiedendo la liquidità dall'interbancario. Nel caso in cui gli obblighi di riserva durante il periodo di mantenimento non vengano rispettati la BCE può conferire

una delle seguenti sanzioni: il pagamento di una penale, fino a 5 punti percentuali superiori al tasso delle operazioni di rifinanziamento marginale, all'ammontare dell'inadempienza; il pagamento di una penale fino a due volte il tasso delle operazioni di rifinanziamento marginale; infine l'obbligo per l'ente di costituire presso la BCE o la BCN un deposito infruttuoso pari a tre volte l'ammontare dell'inadempienza, anche se tale obbligo perdura soltanto per la durata del periodo di mantenimento in questione.

3.5 LE CONTROPARTI AMMESSE

Ci sono dei criteri di idoneità, prudenziali e operativi, che le controparti che partecipano alle operazioni di politica monetaria devono soddisfare, al fine anche di assicurare un uniforme trattamento degli enti nell'intera area dell'euro. Innanzitutto devono rispettare il regime di riserva obbligatoria ai sensi dell'articolo 19.1 dello Statuto del SEBC; le controparti devono essere finanziariamente solide e soggette comunque a vigilanza e devono soddisfare tutti i criteri operativi previsti da accordi contrattuali o da disposizioni regolamentari stabiliti dalle BCN o dalla BCE.

3.6 LE PROCEDURE D'ASTA

L'Eurosistema opera nelle sue operazioni di mercato aperto mediante delle procedure d'asta, le quali si differenziano in aste standard e aste veloci, che si svolgono in sei fasi identiche in quanto a procedimento, ma diverse nei tempi di esecuzione e nella selezione delle controparti che possono partecipare.

Figura 3: Fasi operative delle procedure d'asta.

Fase 1 *Annuncio d'asta*

- a. Annuncio da parte della BCE tramite agenzie di stampa
- b. Annuncio da parte delle banche centrali nazionali (BCN) tramite agenzie di stampa nazionali e direttamente alle singole controparti (se ritenuto necessario)

Fase 2 *Preparazione e presentazione delle offerte da parte delle controparti*

Fase 3 *Raccolta delle offerte da parte dell'Eurosistema*

Fase 4 *Aggiudicazione d'asta e annuncio dei risultati*

- a. Decisione d'aggiudicazione da parte della BCE
- b. Annuncio dei risultati tramite agenzie di stampa e il sito Internet della BCE

Fase 5 *Conferma dei singoli importi assegnati*

Fase 6 *Regolamento delle transazioni (cfr. sezione 5.3)*

Fonte: BCE (2012).

Le aste standard, attraverso le quali si effettuano le operazioni di rifinanziamento principali, le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine e le operazioni di tipo strutturale, ad eccezione di quelle definitive, si svolgono nell'arco di 24 ore dal momento in cui viene annunciata la comunicazione dei risultati. Normalmente invece il tempo che separa la presentazione delle offerte dall'annuncio dei risultati di assegnazione è di circa due ore. Solitamente la prima fase che consiste nell'annuncio dell'asta si ha alle 15.30 del giorno t-1; successivamente nel giorno t, giorno di negoziazione, si ha il termine per la presentazione delle offerte delle controparti alle 9.30 del mattino ed infine circa due ore dopo alle 11.15 si ha l'annuncio dei risultati di assegnazione.

Le aste veloci, che vengono usate soltanto per le operazioni di fine tuning, si svolgono in un arco di tempo nettamente inferiore rispetto alle aste standard, in quanto sono normalmente effettuate, dal momento in cui avviene la comunicazione dei risultati, in 90 minuti, inoltre gli importi assegnati vengono di seguito subito confermati.

L'Eurosistema può poi effettuare aste a tasso fisso o a tasso variabile. Nelle aste a tasso fisso le banche partecipanti possono indicare soltanto la quantità di liquidità richiesta, mentre il tasso viene stabilito preventivamente dalla BCE. Pertanto la

BCE fissando il tasso è come se avesse fissato anche l'offerta di liquidità nei confronti delle banche. Nel caso in cui ci sia un eccesso della domanda di liquidità rispetto all'offerta che la BCE è disposta ad offrire, ciascuna controparte riceverà un ammontare inferiore rispetto a quello richiesto, sulla base della percentuale ottenuta dal rapporto tra l'ammontare complessivo della liquidità offerta e quella domandata.

Nelle aste a tasso variabile invece le banche partecipanti definiscono sia la quantità di liquidità richiesta e anche il tasso di interesse che si impegnano a corrispondere, infatti le richieste ricevute dalle rispettive BCN vengono ordinate in senso decrescente rispetto al tasso di interesse offerto da ciascuna delle controparti. Pertanto si viene a stabilire un ordine di aggiudicazione che va a privilegiare le banche che sono disposte a sostenere un onere maggiormente remunerativo. Le aste variabili prevedono poi due modalità di esecuzione, si differenziano in aste marginali a tasso unico e aste competitive a tasso multiplo. Nelle prime, anche chiamate "di tipo olandese", a tutte le richieste viene applicato il tasso proposto dall'ultima tranche assegnataria, il quale può o meno coincidere con il tasso minimo di rifinanziamento principale definito dalla BCE. Sarà superiore nel caso in cui con l'ultima tranche assegnataria viene esaurita la liquidità offerta dalla BCE prima che sia raggiunto il tasso di rifinanziamento principale. Questa modalità presenta però due controindicazioni e cioè che la proposta da parte delle banche di corrispondere tassi elevati è soltanto utile ad ottenere l'aggiudicazione della liquidità richiesta, senza di fatto poi doverne sostenere effettivamente il costo e inoltre l'Eurosistema rinuncia così facendo ad una parte dei potenziali incassi. Nelle seconde, anche chiamate "di tipo americano", invece a ciascuna richiesta viene applicato il tasso che si propone di corrispondere, infatti le banche sono in questo caso molto più caute nel formulare le loro proposte.

3.7 CALENDARIO DELLE OPERAZIONI D'ASTA

Sia le operazioni di rifinanziamento principali che quelle a più lungo termine vengono effettuate sulla base di un calendario pubblicato dalla BCE almeno tre

mesi prima rispetto all'inizio dell'anno cui si riferisce. Dal momento che la BCE vuole assicurarsi che tutte le controparti dei vari Stati membri possano partecipare alle operazioni tiene conto nella formulazione del calendario delle festività dei singoli Stati membri. I giorni in cui normalmente avvengono tali operazioni sono il martedì di ogni settimana per le operazioni di rifinanziamento principali e l'ultimo mercoledì di ogni mese per le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. Nel mese di dicembre, viste le festività natalizie, l'operazione di rifinanziamento a lungo termine viene anticipata di una settimana. Nel caso delle operazioni strutturali sono effettuate nei giorni in cui sono operative le BCN di tutti gli Stati membri, dal momento che le filiali delle BCN di uno Stato membro possono in alcune giornate essere chiuse a causa di festività locali o regionali e pertanto in questi casi le BCN devono opportunamente informare circa le modalità operative le varie filiali. In ogni caso, sono effettuate mediante aste standard e non si segue un calendario predefinito. Nemmeno le operazioni di fine tuning sono svolte secondo un particolare calendario, ma possono essere effettuate in qualsiasi giornata operativa dell'Eurosistema. Possono partecipare a tali operazioni solo BCN i cui giorni di negoziazione, regolamento e rimborso sono giornate per loro operative.

3.7.1 MODALITÀ DI SVOLGIMENTO DELLE PROCEDURE D'ASTA

Le aste standard vengono annunciate dalle agenzie di stampa e rese pubbliche sul sito ufficiale della BCE, oppure possono essere annunciate direttamente dalle BCN. Gli annunci contengono solitamente le seguenti informazioni: il numero dell'operazione d'asta; la data; il tipo di operazione, se di assorbimento o immissione di liquidità e lo strumento di politica monetaria che verrà utilizzato; la scadenza dell'operazione; se si tratta di un'asta a tasso fisso o a tasso variabile; la modalità di aggiudicazione; l'importo previsto dell'operazione; il tasso di interesse stabilito per l'asta; le valute coinvolte e la valuta il cui ammontare è fisso (nel caso degli swap); il tasso di cambio a pronti; se previsto, il limite massimo di offerta; l'importo minimo di aggiudicazione; la percentuale di riparto; ecc. Nelle aste a tasso fisso le controparti devono indicare la quantità di liquidità richiesta,

invece nelle aste a tasso variabile le controparti possono presentare più offerte, fino a dieci, e ciascuna di esse dovrà prevedere le proprie proposte d'importo e tasso. Per le operazioni di rifinanziamento principali, le operazioni di fine tuning e di tipo strutturale sono previste delle offerte minime di 1000000 euro, nel caso in cui siano superiori tale valore devono essere espresse in multipli di 100000. Mentre per le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine le offerte che le BCN possono presentare vanno dai 10000 ad 1000000 di euro e nel caso siano superiori devono essere espresse in multipli di 10000. Inoltre le controparti devono avere a disposizione un totale di attività tali da poter garantire l'importo aggiudicato, nel caso in cui una controparte non ha a disposizione sufficienti attività o contante gli potranno essere applicate delle penali dalle BCN. Inoltre fino al termine ultimo per la presentazione delle offerte, queste possono essere revocate e invece quelle che sopraggiungono successivamente non sono ritenute valide. Se un'offerta viene scartata dalla BCN, quest'ultima informa la controparte relativamente alla sua decisione.

3.8 OPERAZIONI BILATERALI

Per “procedura bilaterale” si intendono quelle operazioni che la BCE effettua con una o più controparti senza un'asta, le quali possono essere usate sia per le OMA di fine tuning che per le operazioni definitive di tipo strutturale. In tali operazioni le controparti o vengono interpellate direttamente dalla BCE, oppure esse possono essere effettuate nelle borse valori e tramite operatori di mercato. Solitamente queste operazioni non vengono rese pubbliche prima di essere effettuate, ed anche i risultati possono non essere pubblicati.

3.9 STRUMENTI NON CONVENZIONALI DI POLITICA MONETARIA

In condizioni economiche e finanziarie normali la BCE agisce fissando i tassi di riferimento a breve termine in modo da influenzare gli andamenti macroeconomici e il tasso di inflazione, il quale deve essere mantenuto ad un livello inferiore ma prossimo al 2% nel medio periodo. Ad esempio se la BCE vuole contrastare un'inflazione troppo elevata fisserà tassi di interesse più alti, in modo da rendere più costoso il credito e favorire il risparmio, al contrario per far

salire i prezzi, e quindi contrastare una deflazione, ridurrà i tassi di interesse. A seguito della crisi economica e finanziaria mondiale tuttavia i tassi di riferimento si erano abbassati notevolmente, infatti ulteriori riduzioni avrebbero avuto effetti nulli o minimi, proprio per questo la BCE al fine di uscire da un periodo di prolungata deflazione e per limitare i rischi derivanti dalla stessa ha attivato misure non convenzionali, con l'obiettivo di riportare il tasso di inflazione ad un livello inferiore ma prossimo al 2%. Tra le misure non convenzionali rientra il Programma di acquisto di attività (PAA), dove la BCE ha acquistato titoli di Stato, titoli emessi da istituzioni sovranazionali europee, obbligazioni societarie, titoli derivanti da cartolarizzazioni e obbligazioni garantite per un ammontare compreso tra 80 e 15 miliardi di euro al mese. Con l'acquisto di questo range di attività dal settore privato, la BCE ha determinato un aumento dei prezzi e pertanto le banche sono state incentivate a concedere prestiti in maggiore quantità, l'aumento dell'offerta di credito ha fatto diminuire i tassi sui prestiti a famiglie e imprese, determinando quindi un miglioramento generale delle condizioni di finanziamento. Inoltre la BCE acquistando attività da investitori quali fondi pensione, banche e famiglie ha contribuito a far sì che questi soggetti in cambio della liquidità ricevuta investissero in altri strumenti finanziari, incrementando così in maniera generale la domanda di attività. Attraverso questo meccanismo di riequilibrio dei portafogli si è ottenuto l'effetto di aumentare i prezzi e abbassare i rendimenti, determinando una situazione più favorevole per le società che richiedono finanziamenti nel mercato dei capitali. Questo meccanismo ha in definitiva stimolato consumi e investimenti e pertanto ha determinato il ritorno dell'inflazione a livelli più vicini all'obiettivo, presupposto per una crescita durevole. Gli acquisti sono poi terminati nel 2018, ma il capitale che viene rimborsato sui titoli in scadenza viene reinvestito in maniera integrale. Ulteriore strumento di politica monetaria non convenzionale è rappresentato dalle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT), attraverso le quali si vuole concedere liquidità alle banche con l'obiettivo di far sì che queste poi incrementino l'erogazione di prestiti all'economia, ovvero ad imprese e consumatori e il tasso di inflazione si attesti a livelli inferiori, ma prossimo al 2%

nel medio periodo. La prima serie di OMRLT è stata condotta nel 2014, la seconda nel marzo 2016. Le banche partecipanti possono ricevere fino ad un massimo del 30% di liquidità dalla BCE rispetto ai prestiti che hanno in essere nei confronti di imprese e consumatori, quindi quelle che erogano prestiti in maggiore quantità, avranno accesso anche ad un maggiore quantitativo di liquidità dalla BCE a condizioni più favorevoli rispetto a quelle normali. Attraverso questa tipologia di operazioni le banche possono contare su una fonte di finanziamento più stabile e duratura, in quanto la liquidità deve essere rimborsata dopo un periodo di quattro anni. L'obiettivo delle OMRLT è quello di finanziare l'economia reale, e quindi dare un impulso all'attività economica. Inizialmente le banche devono corrispondere il tasso di rifinanziamento principale, ma il costo del credito è connesso all'ammontare di liquidità che le banche concedono a famiglie e imprese, pertanto se questo aumenta le banche anziché corrispondere alla BCE un tasso di interesse possono di fatto riceverlo, il quale può ridursi fino a raggiungere quello sui depositi presso la banca centrale.

3.10 FORWARD GUIDANCE

La forward guidance è una strategia di comunicazione dei futuri orientamenti della politica monetaria, attraverso la quale si cerca soprattutto di stabilizzare le aspettative degli operatori. La BCE ha iniziato a fare uso di indicazioni prospettiche nel luglio 2013, nel pieno della crisi finanziaria, quando il Consiglio direttivo ha annunciato che i tassi di interesse si sarebbero attestati a livelli molto bassi per un prolungato periodo di tempo. Quando la BCE definisce queste indicazioni prospettiche deve comunque tenere conto delle valutazioni del Consiglio direttivo circa la situazione economica del momento in questione, delle prospettive future con riferimento al tasso di inflazione. L'attuazione della forward guidance può realizzarsi mediante varie modalità: la BCE può annunciare l'orientamento della politica monetaria senza precisarne i tempi di attuazione; può annunciare il mantenimento di una determinata strategia di politica monetaria per un determinato periodo di tempo; può definire gli interventi in termini di quantità, ossia definendo l'ammontare di liquidità o il livello dei tassi ufficiali; oppure può

annunciare un cambiamento di strategia al fine di raggiungere un determinato obiettivo. Un esempio potrebbe essere rappresentato dalla situazione nella quale la BCE annuncia i propri orientamenti in termini di politica monetaria, ovvero annuncia che i tassi di interesse di riferimento futuri rimarranno contenuti. Pertanto in tale circostanza è probabile che le banche commerciali offriranno prestiti a lungo termine alla clientela a tassi più bassi proprio perché avranno la possibilità di chiedere liquidità nel mercato primario a tassi moderati. Questo permetterà alle imprese di accedere al credito bancario a costi inferiori e a famiglie e consumatori di effettuare acquisti in maggiore quantità. Quindi attraverso le indicazioni dei futuri orientamenti della politica monetaria la BCE può raggiungere determinati obiettivi, come ad esempio un incremento degli investimenti e della spesa e stimolare la crescita economica. Nei casi in cui i comuni strumenti di politica monetaria risultano poco efficaci, come ad esempio nel caso di bassi tassi di inflazione e tassi di interesse di riferimento già contenuti, attraverso la comunicazione delle intenzioni future si riesce a far comprendere agli operatori economici quella che sarà la possibile evoluzione dei costi di finanziamento con l'obiettivo di contribuire al rilancio dell'economia.

CONCLUSIONI

L'affidamento alla BCE dell'obiettivo relativo alla stabilità dei prezzi in via prioritaria non significa che questo sia l'unico che la stessa deve perseguire, infatti il trattato sul funzionamento dell'UE prevede anche una crescita economica equilibrata, una piena occupazione ecc, tuttavia questi possono essere perseguiti purchè non pregiudichino la stabilità dei prezzi. Pertanto ci si può chiedere il motivo per cui viene affidato al SEBC il perseguimento di questo obiettivo in via prioritaria. In primo luogo per il ruolo chiave svolto in passato dalla Bundesbank nella lotta all'inflazione e quindi per la presenza di "un fattore ereditario" e soprattutto a causa di una criticità, che può essere definita anche una "lacuna istituzionale", in quanto la BCE è un'istituzione che detiene poteri di politica monetaria sovranazionali, ma non rappresentativa della volontà popolare e cioè l'unione economica e monetaria essendo stata realizzata senza la costituzione di un governo eletto direttamente da degli elettori in grado di gestire una politica fiscale a livello federale presenta un deficit democratico, che si è deciso di colmare con l'attribuzione alla stessa dell'obbligo di perseguire quest'unico obiettivo in via prioritaria. Concludendo, la BCE ha quindi un ruolo centrale nella gestione della politica monetaria nell'ambito dell'unione economica, proprio la sua centralità e sovranità monetaria fa sì che sia anche l'unica istituzione che può e deve agire in caso di crisi, come è avvenuto nelle recenti crisi che hanno colpito la sfera europea, al fine di evitare che la crisi si estenda e diventi sistemica. Pertanto, la banca centrale ha la responsabilità di garantire la liquidità necessaria e in ragione di questo svolge anche il ruolo del cosiddetto "prestatore di ultima istanza".

Bibliografia:

Pietro Alessandrini, Economia e politica della moneta, 2015

Banca centrale europea, L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro,
applicabile a partire dal primo gennaio 2012

Sitografia:

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.it.html>